

富荣固收：长端利率新低，信用债补涨

观点：

债市交易或继续围绕宽货币降准降息预期、政策及监管指导预期和机构配置等因素博弈，利率持续下探新低以后，债市波动行情特征或明显加大。

资金面来看，后续关注地方债是否加快发行，信贷投放修复情况以及春节取现带来的或有扰动，资金利率中枢或季节性抬升，预估央行也将加大公开市场投放呵护节前流动性平稳。风险偏好方面，短期权益市场表现或对债券市场产生情绪及政策预期影响。中期来看，后续地方两会和全国两会相关定调，财政发力及其效果或是关键因素，关注或博弈预期差的变化。

1、热点追踪

2024年12月PMI数据显示，12月制造业采购经理指数为50.1%，环比下降0.2个百分点；非制造业商务活动指数为52.2%，环比上升2.2个百分点；综合PMI产出指数为52.2%，环比上升1.4个百分点。

制造业PMI季节性回落，但连续三个月位于扩张区间，表现强于季节性。生产指数淡季小幅回落，表现强于季节性。消费市场动力强劲，内外需持续回升。分规模来看，不同规模企业分化明显。分行业来看，部分重点行业经营波动。供求失衡问题仍然严重，价格指数延续下行。企业补库意愿增强、采购续升。

非制造业服务业回升向好，建筑业重回扩张。金融支撑经济作用持续凸显，春节临近带动消费和运输活动趋于活跃。建筑业重回扩张，受春节假期临近等因素影响，部分企业抢抓施工进度，建筑业商务活动指数环比上升3.5个百分点，创出自2024年6月以来新高。

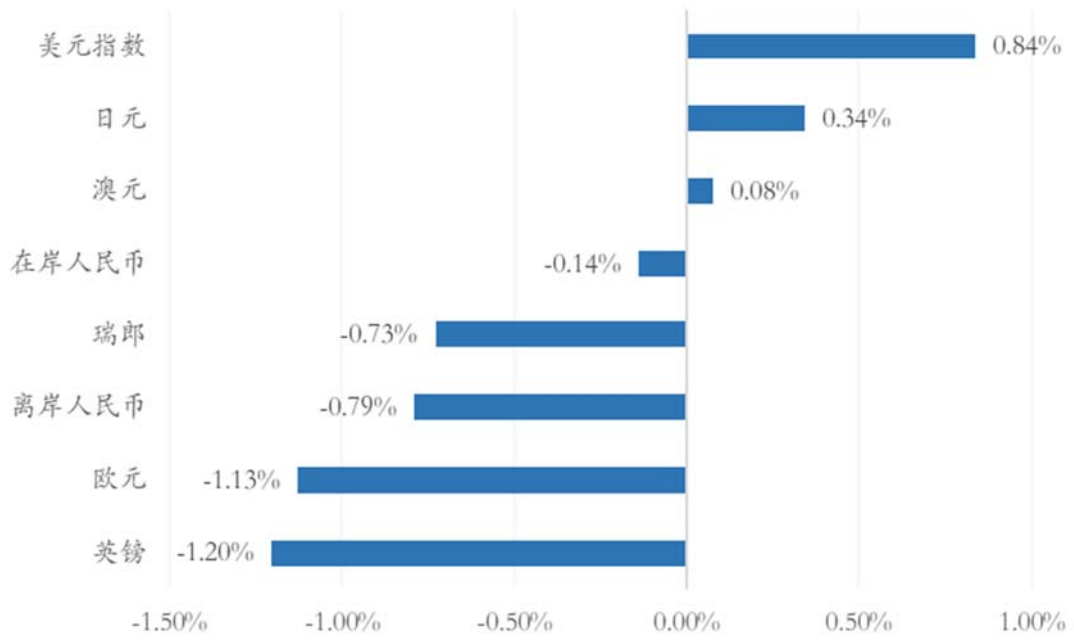
12月三大PMI指数均保持扩张，但规模企业分化明显，部分行业经营波动，价格指数持续下行，经济修复仍需进一步支持。近期债市步入数据、政策真空期，市场被机构行为及交易情绪左右，岁末10年、30年国债利率再达2024年内新低，关注止盈风险和特朗普上台后国内政策应对。1月债市止盈风险上升，但在宽货币政策支撑下预计上行空间较为有限。此外，1月下旬债市可关注特朗普上台施政表态及国内政策应对变化，留意新一轮宽松交易契机。

2、上周高频数据（注：上周为2024年12月30日-2025年1月3日，下同）

通胀方面，食品价格涨幅收窄；出口方面，BDI指数止跌回升，出口集运价格延续上涨。投资方面，螺纹钢价格跌幅扩大、社会库存被动累积，水泥价格跌幅扩大，南方地区项目施工需求边际收缩。地产方面，新房成交环比回落，元旦假期对成交情绪或有影响，年末地产销售的冲刺表现不强。2024年12月经济数据即将落地，全年经济增长目标将顺利完成之下，数据强势的悬念不大，难以对市场预期形成进一步扰动。

美元走强，非美货币整体走弱。截至1月3日，美元指数上行0.84%，在岸人民币跌0.14%，日元上涨0.34%，瑞郎跌0.73%，欧元跌1.13%，澳元涨0.08%，英镑跌1.20%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本月	单位	月环比
上游	原油	布伦特原油	76.51	美元/桶	3.15%
		WTI原油	73.96	美元/桶	4.76%
	煤炭	环渤海动力煤	771.00	元/吨	0.65%
	有色	LME铜结算价	8701.00	美元/吨	-1.61%
中游	工业	水泥价格指数	129.57	点	-0.71%
		兰格钢价指数	134.30	点	-0.44%
		PTA开工率	82.55%	%	0.0199
		高炉开工率	78.08%	%	-0.0061
		南华玻璃指数	1605.57	点	0.45%
	外贸	SCFI	2505.17	点	1.82%
		CCFI	1547.74	点	2.16%
		CDFI	878.15	点	2.93%
BDI		1072.00	点	7.52%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	252.24	万平方米	-0.71%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	56.45	万平方米	-12.89%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	146.28	万平方米	-10.89%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	49.51	万平方米	-17.37%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量		辆	
	食品	蔬菜批发价格指数	5.16	2015年=100	0.58%
猪肉平均批发价		22.35	元/公斤	0.81%	
农产品批发价格200指数		122.28	2015年=100	0.41%	

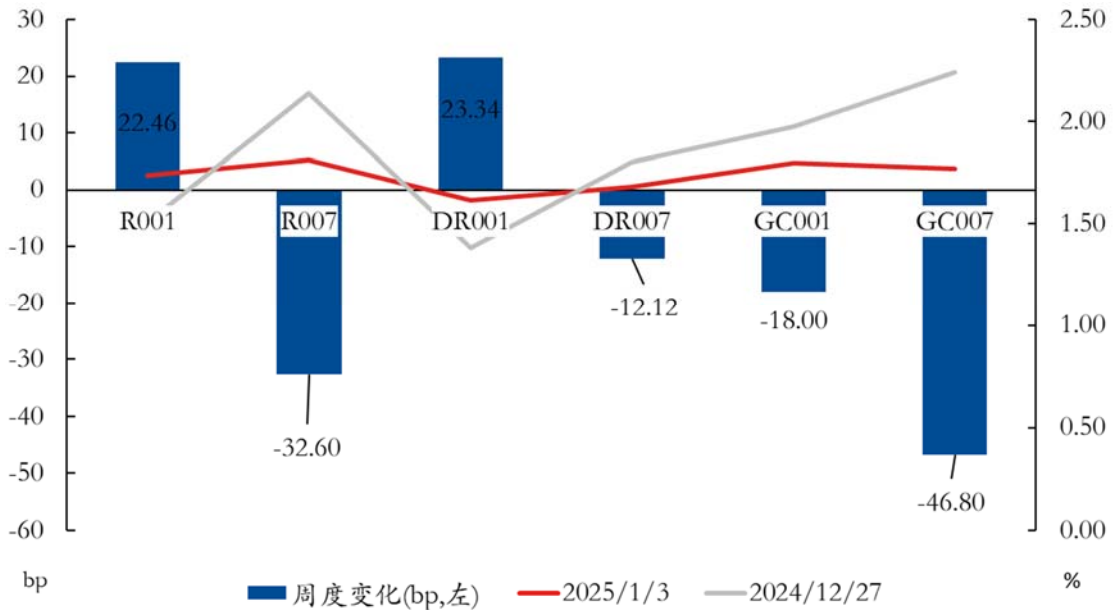
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

3、上周债券市场

前半周资金趋紧，跨年后资金利率小幅回落，资金分层缓解。DR001 在 1.37%-1.66% 之间波动，R001 在 1.55%-2.15% 之间波动，GC001 在 1.8%-2.55% 之间波动，周均值分别变动 18.93bp、30.62bp 和 20.17bp。R007-DR007 利差收窄，全周在 13.09bp-25.18bp 之间波动，周均值变动-12.33bp。

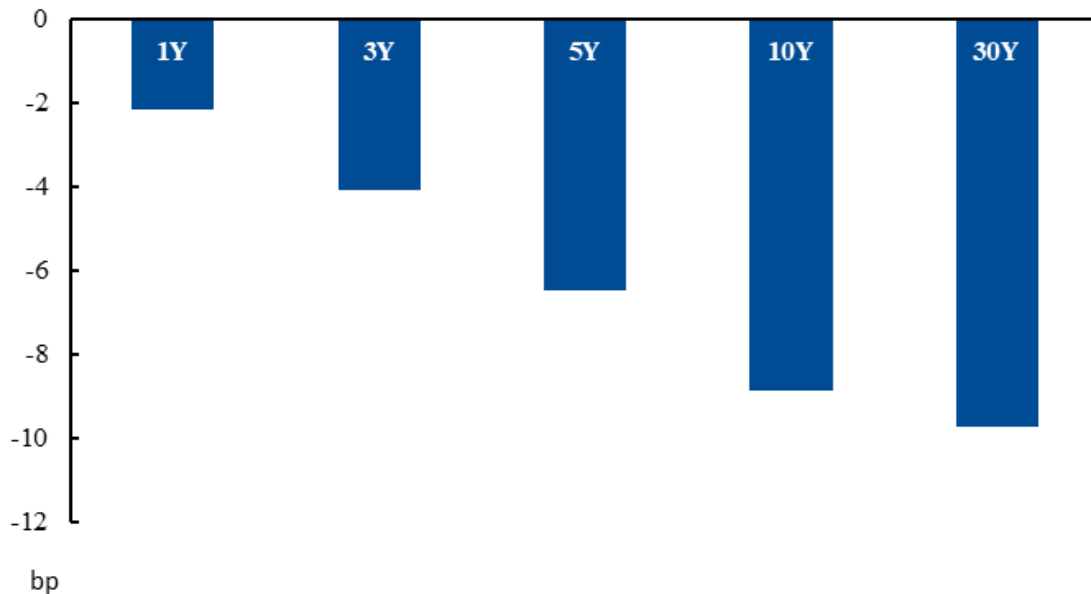
央行呵护跨年流动性，权益市场表现偏弱，股债跷跷板效应明显，叠加市场一致性预期仍较强，年初机构配置力量有所支撑，债市加速“抢跑”，10 年国债利率下破 1.60%，30 年国债利率接近 1.85%。全周收益率走势来看，债市表现强势，长端和超长端再创年内新低，曲线整体平坦化下移。截至 2025/1/3，1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率较上周五分别下行 2bp、7bp、9bp、10bp 至 1.02%、1.34%、1.60%、1.85%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

图三：国债周度变化



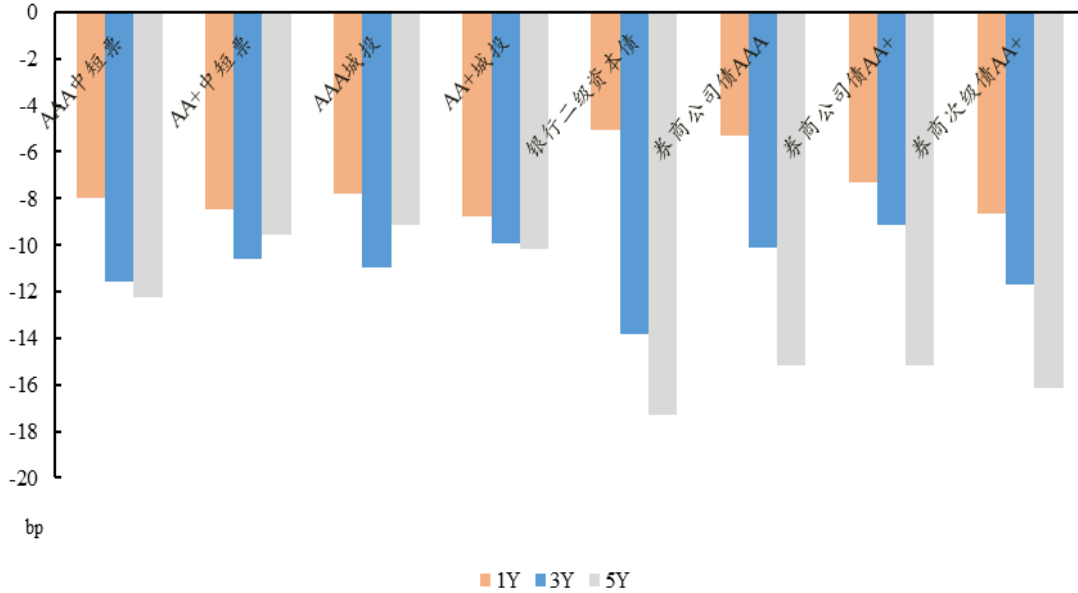
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

非金融信用债一级发行量回落，但到期量降幅更大，使得净增量转正，二级市场收益率在利率债收益率下行带动下也明显回落，且有一定补降，变动幅度整体在 6bp-13bp 左右。表现好于同期限国开债，信用利差主动收窄 5bp-13bp。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差回落至历史 5-20%分位数区间。

短期未有新增政策出台，宽货币预期仍在，同时年初配置需求相对较强的情况下，债券走势整体偏强。跨过年末，理财开始出表，理财规模在短期或出现回升，信用债需求或维持增长，同时如果未来降准落地，资金价格出现回落也会带动短端存单

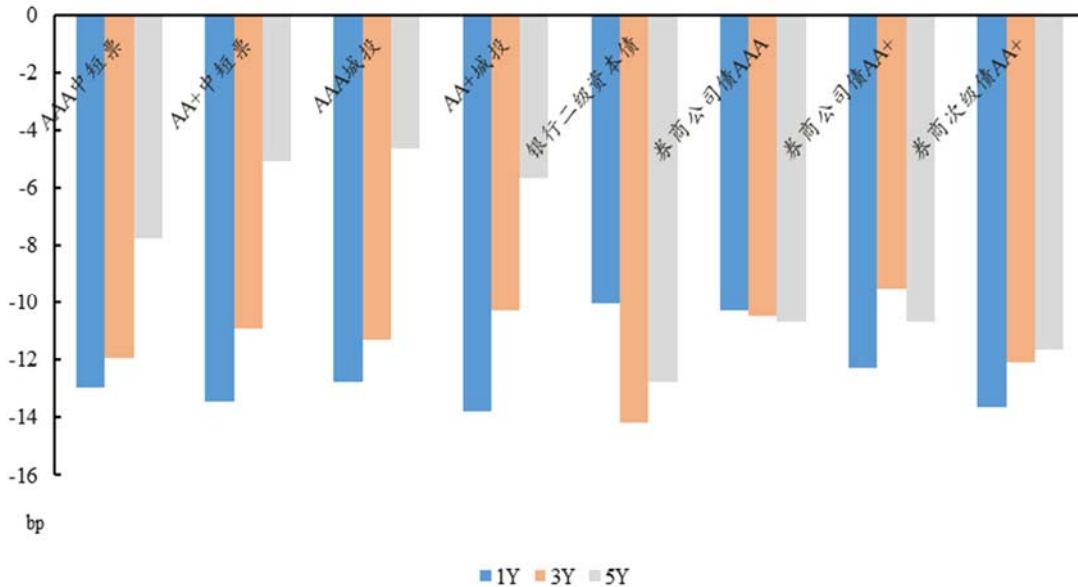
和中短期高等级信用债收益率下行，信用利差或边际仍有压缩空间。中长期来看，关注是否会有新增财政政策出台，同时理财估值整改如果严格执行，理财在债券配置端会再度回到中高等级和中短久期品种，对长期和低等级品种可能会存在潜在的需求减弱的影响。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241230-20250103

风险提示：

1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本材料中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。